

Spready kredytowe obligacji polskich banków z potencjałem do zawężenia

- W 2025 polskie banki wyemitowały obligacje pod MREL o łącznej wartości 27 mld PLN.
- Największy udział w sprzedaży miały obligacje senior non-preferred (SNP) – 41%. Banki nie emitowały papierów AT1, pojawiły się za to trzy emisje green bonds (24% wartości sprzedanych papierów).
- Od września 2025 nastąpiło wyraźne przyspieszenie sprzedaży, a w ciągu czterech miesięcy banki uplasowały 60% podaży. Większej aktywności emitentów sprzyjał spadek premii za ryzyko kredytowe w Europie i wysoki popyt ze strony krajowych instytucji.
- Zapadalności, wcześniejsze wykupy i płatności kuponowe wyniosły blisko 17 mld PLN, co oznacza potrzeby netto ok. 10 mld PLN. W 2026 oczekujemy dodatniej podaży netto w związku z kumulacją wykupów w 2027 i wymogami regulacyjnymi.
- W 2025 widać było spadek premii kredytowej, której skalę szacujemy na 20-30pb. Dobre nastroje na rynku bankowych obligacji powinny się utrzymać, chociaż dynamika spadku premii kredytowej spowolni.
- Za takim scenariuszem przemawiają mocne fundamenty sektora (wysoka rentowność, solidne kapitały, spadek NPL), stabilny popyt, a także pozytywne trendy, jakich spodziewamy się w Europie w 2026.

Biuro Strategii Rynkowych

bsr@pkobp.pl

 @PKO_Research

www.centrumanaliz.pkobp.pl

dr Mirośław Budzicki

Strateg

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

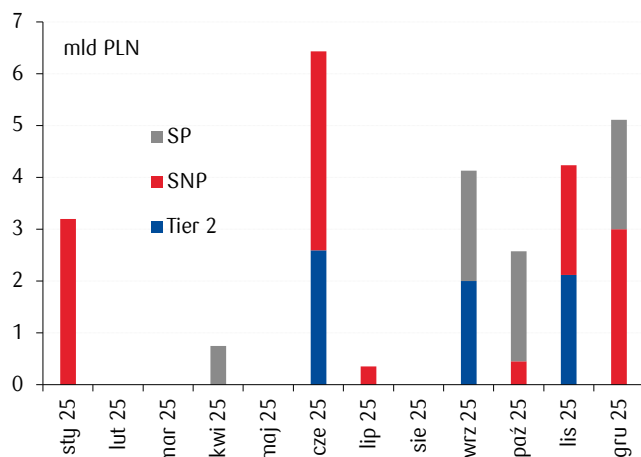
tel. 22 521 87 94

tel. 724 125 136

Wysoki popyt pomaga polskim bankom plasować na rynku duże emisje obligacji

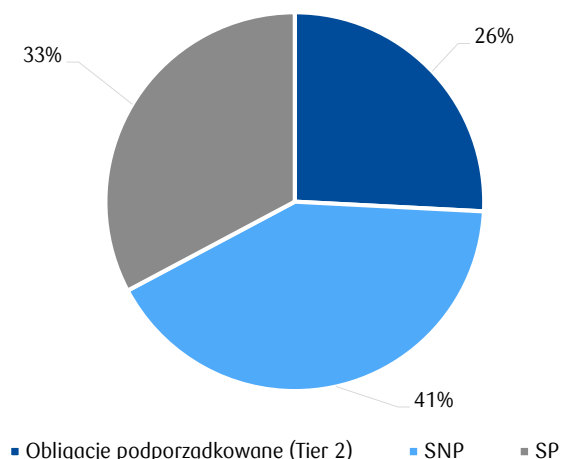
Polskie banki wyemitowały w 2025 obligacje o wartości 27 mld PLN, z czego blisko trzy czwarte stanowiły emisje denominowane w euro. Ta statystyka nie obejmuje: listów zastawnych (ten segment rynku analizowaliśmy oddzielnie w raporcie specjalnym: [W 2026 emisje listów zastawnych w Polsce powinny być tańsze](#)), BNP Bank Polski (obligacje obejmuje spółka matka), BGK oraz banków spółdzielczych.

Wykres 1. Utrzymujący się na świecie apetyt na aktywa ryzykowne sprzyjał emisji obligacji polskich banków.



Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 2. W 2025 banki nie emitowały obligacji AT1. Pozostałe typy papierów miały zbliżony udział w łącznej strukturze sprzedaży.

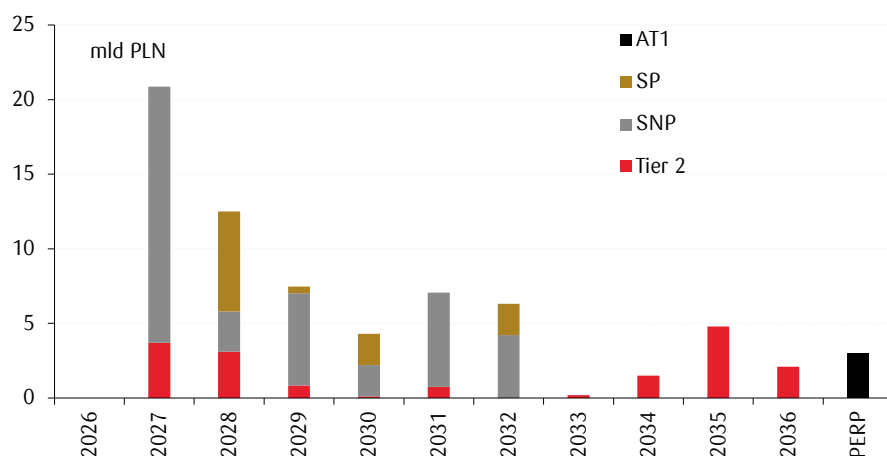


Źródło: PKO Bank Polski

Przyspieszenie w zakresie skali emisji obligacji bankowych było wyraźnie widoczne od września 2025. W efekcie zaledwie w ciągu czterech miesięcy krajowe instytucje uplasowały blisko 60% wszystkich emisji. Wspomnianą zmianę na rynku pierwotnym wiązać można z ogólną poprawą sentymentu na rynku europejskim, gdzie obserwowaliśmy istotny spadek premii za ryzyko i wysoki popyt na emitowane obligacje. Warto wspomnieć, że spready kredytowe średnio spadły w tym okresie o blisko 10% (5-10pb w zależności od poziomu ryzyka papierów).

Obligacje emitowane przez krajowe banki były zaliczane do wymogów MREL, a największy udział wynoszący 41% miały w nich instrumenty senioralne nieuprzywilejowane (senior non-preferred, SNP). Ciekawe jest to, że w zeszłym roku przeprowadzono też trzy emisje w euro w formule zielonych obligacji, co stanowiło blisko 24% wszystkich sprzedanych papierów. Jednocześnie z nowymi emisjami zapadły papiery, wypłacone zostały odsetki i dokonane wcześniejsze wykupy (w związku z opcjami odkupu) na kwotę blisko 17 mld PLN. Tym samym w ujęciu netto roczne potrzeby sektora szacujemy na 10 mld PLN. W 2026 oczekujemy sporej podaży w ujęciu netto, gdyż zbliża się kumulacja wykupów w 2027.

Wykres 3. Dużej kumulacji wykupu obligacji bankowych można spodziewać się dopiero w 2027.



Źródło: szacunki PKO Bank Polski

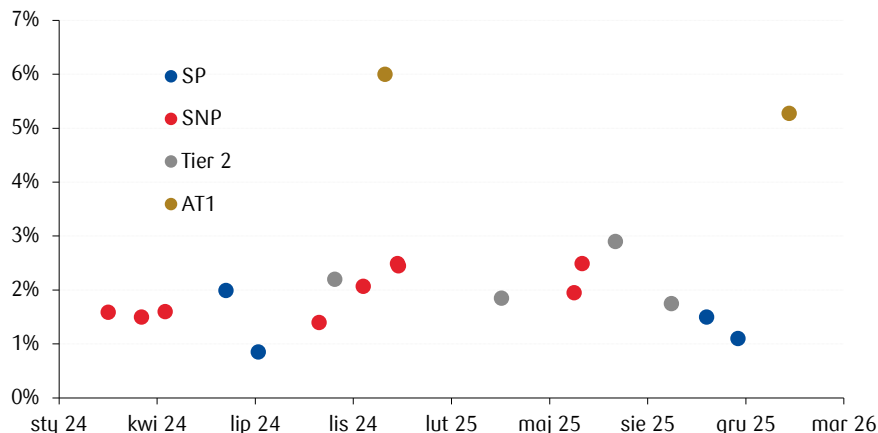
Premia za ryzyko kredytowe na rynku bankowych obligacji spada

Trudno jednoznacznie ocenić zmiany od 2025 w zakresie wycen obligacji emitowanych przez banki ze względu na ograniczony zakres danych i niską płynność obrotu. Z transakcji, które zostały odnotowane na krajowym rynku pierwotnym, można wnioskować, że dla największych banków premia ponad WIBOR6M w przypadku papierów najbezpieczniejszych senioralnych (senior preferred, SP) wynosiła około 100pb, ale w przypadku mniejszych instytucji sięgała 150pb. W przypadku bardziej ryzykownych SNP marża rośnie do około 150pb (dla mniejszych instytucji 80pb więcej), dla podporządkowanych Tier 2 do niecałych 200pb, a dla kapitałowych AT1 bliżej 500-600pb.

W 2025 na rynku Catalyst w przypadku niektórych papierów odnotowane zostały obroty, które zbliżały się do 10% wartości nominalnej całej emisji. Przykładowo dla najbardziej aktywnych papierów PKO0229 było to 110 mln PLN, dla PEO1027 103 mln PLN, a dla PEO0631 96 mln PLN w całym roku. Warto wspomnieć, że w przypadku innych serii lub papierów emitowanych przez inne banki roczne obroty nie przekroczyły 50 mln PLN. Na podstawie tych kilku najpłynniejszych serii można wskazać na lekki spadek premii za ryzyko kredytowe. Pozytywne zmiany

na rynku widoczne były szczególnie od połowy zeszłego roku, czyli od momentu, w którym polskie instytucje zdecydowały się na zwiększenie skali emisji.

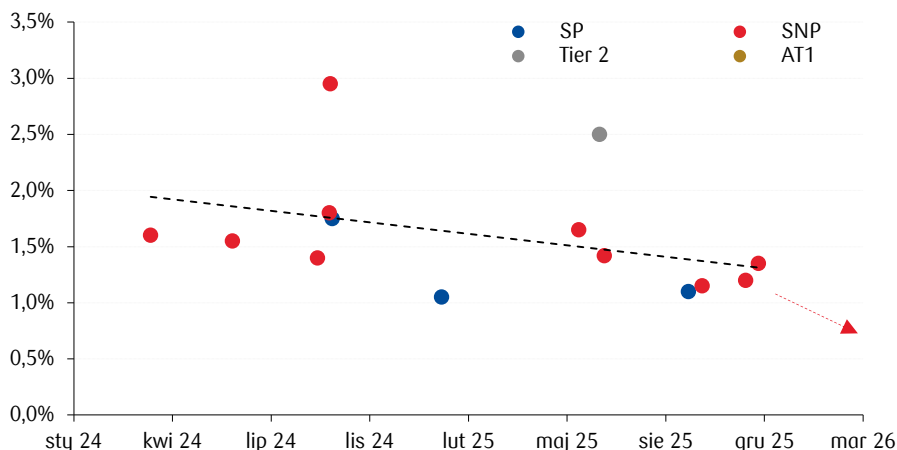
Wykres 4. Pod koniec 2025 widać było lekki spadek kosztu finansowania polskich banków na rynku obligacji nieskarbowych.



Źródło: szacunki PKO Bank Polski

Podobne kierunkowo zmiany zaszły dla obligacji emitowanych na rynku europejskim. W tym przypadku obserwowaliśmy dominację papierów senioralnych nieuprzywilejowanych (SNP) o zapadalności około 6 lat. Dla emisji uplasowanych w 2025 przeciętny asset swap spread (ASW) wyniósł 135pb. W kolejnych kwartałach zeszłego roku wystąpiła jednak lekka tendencja spadkowa, a ostatecznie ASW obniżył się o około 20 pb. Na europejskim rynku dla papierów wchodzących w skład indeksu iBoxx EUR Banks Senior Bail-In TRI również doszło do porównywalnego spadku ASW w okolice 75pb (w tym przypadku średnia zapadalność może okazać się nieco krótsza). Warto wspomnieć, że ostatnie emisje polskich instytucji odbyły się w listopadzie 2025. Od tamtego czasu w regionie CEE doszło do spadku ASW sięgającego 20-30pb. W efekcie spready dla obligacji polskich banków o najdłuższych tenorach przesunęły się w kierunku 100pb, a spready papierów tych o terminach zapadalności poniżej 5 lat spadły nawet poniżej tej bariery.

Wykres 5. W strukturze sprzedaży polskich banków dominowały obligacje emitowane w formule SNP. Widać też było tendencję do lekkiego spadku ASW. Średni spread uzyskany w 2025 wyniósł 135pb.

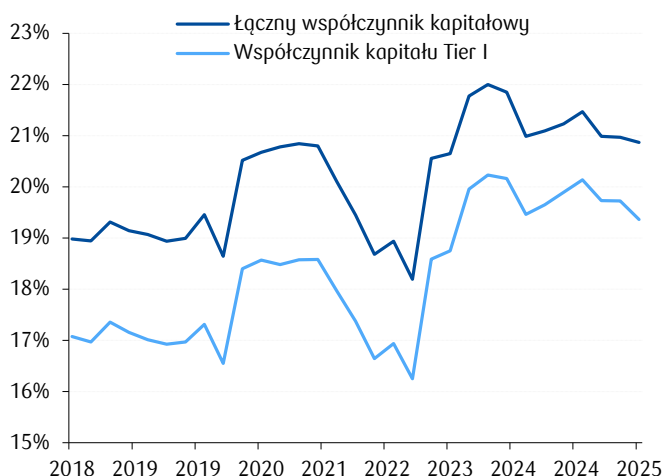


Źródło: szacunki PKO Bank Polski

Popyt i fundamenty wspierają wyceny obligacji

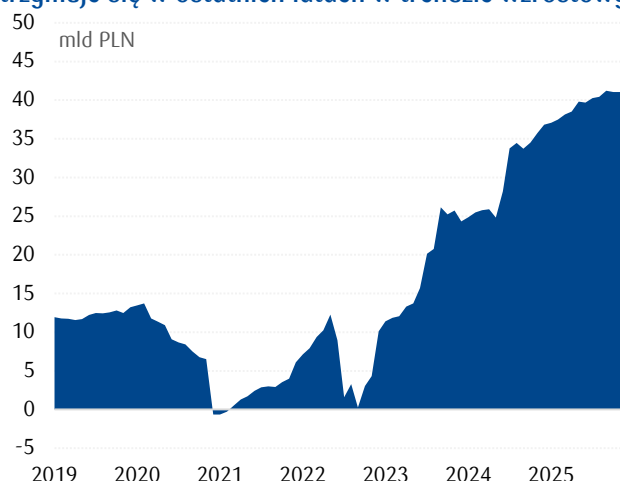
Czynniki fundamentalne wzmacniają wysokie wyceny bankowych obligacji. Wśród mocnych stron, wskazywanych m.in. przez agencje ratingowe, wymienić można: poprawę profilu kredytowego (m.in. spadek NPL i kosztu ryzyka), redukcję ryzyka portfela kredytów walutowych, utrzymującą się wysoką rentowność mimo spadku stóp procentowych NBP (w 2025 ROE 21,5%, a marża odsetkowa 3,65%) i mocną bazę kapitałową. Podkreślany jest też pozytywny wpływ na wyniki finansowe banków prognozowanego wysokiego wzrostu gospodarczego Polski w kolejnych latach, co sprzyja wyższej akcji kredytowej, bilansując efekt luzowania polityki pieniężnej przez NBP. Wspomnianą korzystną ocenę sektora bankowego potwierdza też dobre zachowanie indeksu WIG Banki.

Wykres 6. Polskie banki komercyjne utrzymują mocną bazę kapitałową ...



Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 7. ... i zdolność do wewnętrznego generowania kapitału. Zys netto sektora bankowego w 2025 wzrósł do 44,4 mld PLN, a w ujęciu Trailing Twelve Months (TTM) utrzymuje się w ostatnich latach w trendzie wzrostowym.



Źródło: PKO Bank Polski

Z kolei wśród czynników negatywnych wymienić można m.in. pogorszenie perspektywy ratingu Polski oraz pośredni wpływ tej zmiany na ocenę sektora bankowego. Ma to też znaczenie w kontekście wysokich emisji papierów dłużnych realizowanych na krajowym rynku przez Ministerstwo Finansów. Wysoka podaż papierów dłużnych komunikowana inwestorom sprzyja wyższemu kosztowi finansowania. Niemniej, warto podkreślić, że tego efektu nie widzimy. Co więcej, od początku 2026 obserwować można spadek ASW wzdłuż całej krzywej dochodowości. Hamująco na popyt działać może również kontynuacja procesu luzowania polityki pieniężnej przez RPP, głównie w przypadku papierów denominowanych w złotym. W zdecydowanej większości oprocentowanie tych papierów oparte jest na zmiennej stawce referencyjnej WIBOR6M i wraz z kolejnymi obniżkami stóp procentowych NBP opłacalność inwestycji będzie spadać w ujęciu nominalnym. Pewnym wyzwaniem dla rynku będzie również konieczność przejścia na nowy wskaźnik referencyjny POLSTR.

Mimo znaczących emisji obligacji realizowanych przez polskie banki w ostatnich kwartałach widać było jednocześnie utrzymujący się popyt ze strony polskich i zagranicznych instytucji finansowych, wzmacniany wykupami i wypłatami odsetek. W kraju, wśród głównych nabywców wyróżniają się fundusze inwestycyjne notujące wysokie napływy środków od klientów, a także instytucje ubezpieczeniowe

i fundusze emerytalne. Nie widzimy sygnałów, aby sytuacja miała ulec istotnej zmianie w kolejnych kwartałach. Warto wspomnieć, że nawet w sytuacji potencjalnego pogorszenia nastrojów na krajowym rynku długu, polskie banki mają możliwość korzystnego plasowania swoich emisji na rynku europejski.

Czynnikiem ryzyka dla rynku będzie też skala koniecznych do zrealizowania przez sektor bankowy emisji służących wypełnieniu wymogów MREL w kolejnych latach. Pod koniec 2025 agencja Fitch Ratings szacowała, że polskie banki będą miały do końca 2026 lukę w finansowaniu w wysokości 30 mld PLN w związku z wypełnieniem wymogu WFD i wzrostem wskaźnika bufora antycyklicznego do 2% od końca września 2026. W listopadzie 2025 pojawiła się informacja KNF nt. zmiany sposobu uwzględniania instrumentów zaliczanych do funduszy własnych, zmniejszenia oczekiwanego poziomu WFD do 20% i stałego uwzględniania długoterminowych depozytów detalicznych. Propozycje zmian nie zostały jeszcze ostatecznie formalnie zaakceptowane.

Trendy na rynku europejskim powinny wspierać wyceny obligacji w 2026

Trendy dominujące na europejskim rynku obligacji bankowych mają istotne znaczenie z punktu widzenia wycen polskich instrumentów. Czynniki fundamentalne wskazują na kontynuację pozytywnych tendencji również w 2026. Za takim scenariuszem przemawiają: oczekiwana poprawa koniunktury gospodarczej w strefie euro, utrzymujący się popyt na aktywa ryzykowne na świecie (co widać po historycznych rekordach cenowych indeksów na rynku akcji), solidne wyniki sektora bankowego, umiarkowana skala niewypłacalności, a także napływy do funduszy inwestycyjnych.

Należy jednak odnotować, że wyceny papierów korporacyjnych w Europie są wysokie, co w naszej ocenie ogranicza przestrzeń do zawężania się spreadów kredytowych. W takiej sytuacji większego znaczenia nabiera jakość oraz selekcja emitentów.

Nie można też wykluczyć okresowych silniejszych korekt na rynku wywoływanych takimi czynnikami jak niestabilna sytuacja geopolityczna (np. w przypadku eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie). Czynnikiem ryzyka pozostają również sytuacja na rynku kredytów prywatnych i możliwość pogorszenia nastrojów na globalnych rynkach kapitałowych. Warto w tym kontekście zwrócić uwagę na problemy spółki Blue Owl, która zarządza aktywami z segmentu private credit. W ostatnim czasie zdecydowała się ona ograniczyć realizację umorzeń w jednym z funduszy. Wydarzenie to nasiliło obawy dotyczące płynności i jakości portfeli podobnych podmiotów. Potwierdza to zachowanie indeksu S&P BDC dla spółek finansujących małe i średnie firmy, który stracił w ciągu ostatnich dwóch miesięcy blisko 10%, a od początku 2025 r. około 20%. Wspomnianą niepewność wzmacniają pytania dotyczące efektywności dużych inwestycji w branży AI oraz wpływu rozwoju sztucznej inteligencji na kondycję finansową spółek high-tech. Część ekspozycji rynku kredytów prywatnych związana jest z finansowaniem sektora technologicznego, w tym projektów AI. Potencjalne problemy nie muszą dotyczyć tylko sektora stricte technologicznego, ale sektorów i firm, w których AI wywołuje zakłócenia. Skalę globalnego rynku private credit szacować można na blisko 2 bln USD.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
email: pkoresearch@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak

piotr.bujak@pkobp.pl

Biuro Strategii Rynkowych

bsr@pkobp.pl

Mariusz Adamiak, CFA (Dyrektor Biura)

mariusz.adamiak@pkobp.pl

22 580 32 39

dr Sławomir Bembenik, CFA (Rynek Stopy Procentowej)

slawomir.bembenik@pkobp.pl

22 580 32 39

dr Mirosław Budzicki (Rynek Stopy Procentowej)

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

22 521 87 94

Andrzej Kiedrowicz (Rynek Walutowy)

andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl

722 020 635

Tomasz Marek (Rynek Walutowy)

tomasz.marek@pkobp.pl

785 065 512

Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)

tomasz.niewinski@pkobp.pl

696 406 889

Materiał został ukończony 23 lutego 2026 roku o godz. 16:40.

Materiał zatwierdził: Mariusz Adamiak

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejsza publikacja (Publikacja) powstała w Biurze Strategii Rynkowych (BSR), które jest wydziałową jednostką PKO BP S.A. (Bank). BSR nie zawiera i nie pośredniczy w zawieraniu transakcji na rynku finansowym. Publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu Kodeksu cywilnego. Informacje zawarte w Publikacji nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, rekomendacja inwestycyjna, usługa doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. Bank dołożył wszelkich starań, aby zamieszczone w Publikacji informacje były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Publikacja powstała na podstawie niezależnych badań analitycznych prowadzonych w BSR na podstawie ogólnodostępnych źródeł informacji o charakterze ekonomiczno-rynkowym. Ewentualne opinie analityków zawarte w Publikacji zostały sporządzone przez nich w sposób niezależny i mogą ulegać zmianie.

Ewentualna ocena instrumentów finansowych zawarta w Publikacji dokonywana jest przy zastosowaniu kombinacji metod, w szczególności fundamentalnej, porównawczej, rynkowej i technicznej. Analiza fundamentalna zmierza do określenia wartości godziwej danego instrumentu finansowego. Główne zalety: bazuje na obiektywnych czynnikach; główne słabości: istotny lub nawet dominujący wpływ na wartość rynkową, szczególnie w krótkim terminie, mogą wywierać czynniki pozafundamentalne. Metoda porównawcza obejmuje porównanie wycen rynkowych zbliżonych do siebie instrumentów finansowych w celu zidentyfikowania bezwzględnego i względnego przewartościowania lub niedowartościowania. Główne zalety: identyfikacja względnych nieefektywności rynkowych; główne słabości: porównywanie instrumentów finansowych, które nie są tożsame rodzi ryzyko nadmiernego uproszczenia i w konsekwencji wyciągnięcia błędnych wniosków. Metoda rynkowa służy do określania przewidywanych zmian w podaży i popycie na dany instrument finansowy wynikających z różnorodnych przyczyn m.in. na podstawie analizy pozycji portfelowych lub zagregowanej opinii uczestników rynku względem danego instrumentu finansowego; główne słabości: fragmentaryczność i opóźnienie danych będących podstawą analizy. Metoda techniczna jest metodą uzupełniającą, przydatną w szczególności w identyfikowaniu krótkoterminowych trendów. Polega głównie na badaniu wykresów obrazujących historyczne kształtowanie się cen i innych parametrów rynkowych, w celu określenia w jaki sposób ukształtują się one w przyszłości. Główne zalety: względnie krótki czas analizy; główne słabości: zjawiska z przeszłości nie muszą powtórzyć się w przyszłości. W przypadku pytań lub wątpliwości dotyczących wymienionych metodologii zalecany jest kontakt z analitykami BSR.

Akcjonariuszem posiadającym powyżej 5 wyemitowanego kapitału zakładowego jest Skarb Państwa. Bank może być animatorem emitenta, rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych wymienionych w Publikacji jak również posiadać je w swoim portfelu. Bank na mocy zawartych umów pełni funkcję Dealera Rynku Pieniężnego oraz Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych.

Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej publikacji. Niezależnie od informacji przekazanych przez Bank, przed zawarciem każdej transakcji Klient powinien dokonać całościowej oceny jej ryzyka, potencjalnych korzyści i ewentualnych strat, warunków i skutków prawnych, księgowych i podatkowych transakcji, wpływu czynników rynkowych na wartość inwestycji i wynik transakcji oraz w sposób niezależny ocenić, czy jest w stanie sam lub po konsultacjach ze swoimi doradcami podjąć ryzyko związane z daną transakcją. Instrumenty finansowe oraz transakcje, których są przedmiotem mogą być nieodpowiednie do indywidualnej sytuacji niektórych Klientów. Ostateczna decyzja o zawarciu transakcji, okresu inwestycji i wielkości zaangażowanych środków każdorazowo należy wyłącznie do Klienta.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna, ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa, Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP 525-000-77-38, REGON 016298263, kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.